

浜銀総研 News Release



2014年2月19日

2014年度・2015年度の景気予測（2014年2月改訂） －消費税率引き上げの影響を乗り越えて2014年度、2015年度ともにプラス成長の公算－

要 旨

- 2013年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.3%と4四半期連続でプラス成長となった。雇用情勢の改善に加え、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を受けて、個人消費の増勢が再び強まった。また、企業業績の改善などを背景に設備投資も増加するなど、内需が成長率を押し上げる展開となった。一方、外需については、輸出が再び増加したものの、輸入が大きく増加したため、前期に続きマイナス寄与となった。
- 続く2014年1～3月期はGDP成長率が再び高まる可能性が高い。まず、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が耐久財消費を中心に本格的に発生するため、個人消費が大幅に増加しよう。さらに、輸出も海外経済の緩やかな持ち直しに支えられて増加が続き、これを受けて企業業績の改善も進むことなどから、設備投資も増加基調で推移しよう。
- 2014年度に入ると、4～6月期には消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減で個人消費などが落ち込むため、景気は一時的に弱い動きになると予想される。もっとも、7～9月期以降は、反動減の影響が徐々に弱まるなかで、①2013年10月に閣議決定された総額約6兆円の「経済政策パッケージ」の効果出現や、②米国など堅調な海外景気を背景とする輸出の増加とそれに伴う製造業の設備投資回復、③雇用・所得情勢の改善に支えられた個人消費の持ち直しなどによって、景気が再び回復軌道に戻ると見込まれる。2014年度の実質GDP成長率を+0.7%と予測した。
- 続く2015年度も、海外景気の回復を受けて輸出の増加が続くとともに、企業業績の改善を背景に設備投資も堅調に推移するとみられることなどから、景気が回復基調を維持すると予想される。個人消費は、2015年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）を前に7～9月期に盛り上がり、その後10～12月期にいったん落ち込むものの、雇用・所得情勢の改善を背景に基調としては底堅く推移する見通しである。なお、2014年4月の消費税率引き上げを前に耐久財の買い替え需要などがかなりの程度顕在化すると見込まれることから、2015年度の駆け込み需要とその反動減の規模は相対的に小さくなると予想される。2015年度の実質GDP成長率を+1.3%と予測した。

予測の要約表

(前年比、%)					(参考) 前回12月予測	
	2012年度 実績	2013年度 見通し	2014年度 見通し	2015年度 見通し	2013年度 見通し	2014年度 見通し
実質GDP	0.6	2.3	0.7	1.3	2.6	0.9
民間需要寄与度	1.1	1.5	0.1	1.1	1.6	0.1
公的需要寄与度	0.3	1.0	0.1	▲0.1	0.9	0.1
海外需要寄与度	▲0.8	▲0.2	0.5	0.2	0.1	0.8
名目GDP	▲0.2	1.9	1.9	1.9	2.4	2.0

(株)浜銀総合研究所 調査部

安藤・遠藤（国内経済）、北田（米国経済、欧州経済、金融）、白（中国経済）

お問い合わせは、遠藤（TEL 045-225-2375）まで

1.わが国の景気の現状と予測の概要

(2013年10～12月期の実質GDPは4四半期連続でプラス成長)

内閣府から発表されたGDP（国内総生産）速報によると、2013年10～12月期の実質GDPは前期比+0.3%と4四半期連続でプラス成長となった（図表1）。GDP成長率に対する内需（民間需要+公的需要）の寄与度が前期比+0.8%ポイントと5四半期連続でプラスに寄与した一方で、外需（輸出－輸入）の寄与度が同-0.5%ポイントと2四半期連続でマイナスに寄与した。

内需の内訳をみると、家計部門では、個人消費が前期比+0.5%と7～9月期（同+0.2%）に比べて増加幅が拡大した。雇用・所得情勢の改善に加えて、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の顕在化などから増勢が再び強まっている。財別にみると、半耐久財消費（同-0.0%）と非耐久財消費（同-0.4%）が伸び悩んだ一方で、自動車販売などが好調な耐久財消費（同+4.0%）と外食などのサービス消費（同+0.4%）は増加した。また、住宅投資も、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などにより同+4.2%と大きく押し上げられている。次に企業部門をみると、企業マインドや企業業績の改善を受けて、設備投資が同+1.3%と7～9月期（同+0.2%）から伸びが高まり、3四半期連続で増加した。政府部門では、緊急経済対策の効果が依然残っているものの、公共投資が同+2.3%と7～9月期（同+7.2%）から伸びが鈍化した。

次に、外需をみると、輸出が同+0.4%と増加に転じた。中国景気の持ち直しなどを受けてアジア向け輸出が増加に転じたことなどが背景にある。一方で、駆け込み需要の影響などもあり、輸入は同+3.5%と7～9月期（同+2.4%）から伸びが一段と高まった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

（前期比、%、季調済）

	2012年		2013年			
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	-0.8	-0.1	1.2	1.0	0.3	0.3
個人消費	-0.5	0.4	1.0	0.6	0.2	0.5
住宅投資	1.8	2.3	1.7	0.9	3.3	4.2
設備投資	-1.9	-1.1	-0.9	1.1	0.2	1.3
公共投資	-2.3	0.4	3.2	6.9	7.2	2.3
輸出	-4.0	-2.9	4.2	2.9	-0.7	0.4
輸入	-0.4	-1.9	1.1	1.8	2.4	3.5

内需寄与度	-0.2	0.1	0.8	0.8	0.8	0.8
民間需要	-0.2	-0.1	0.5	0.4	0.4	0.6
うち在庫	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.0
公的需要	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2
外需寄与度	-0.6	-0.1	0.4	0.1	-0.5	-0.5

名目GDP	-1.0	0.0	0.7	1.0	0.2	0.4
-------	------	-----	-----	-----	-----	-----

（シャドウは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。）

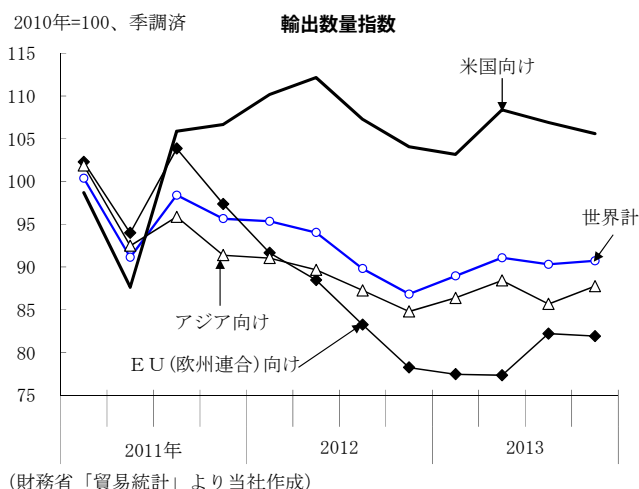
（内閣府「四半期別GDP速報」）

(輸出は海外経済の回復などに支えられて緩やかに増加の見通し)

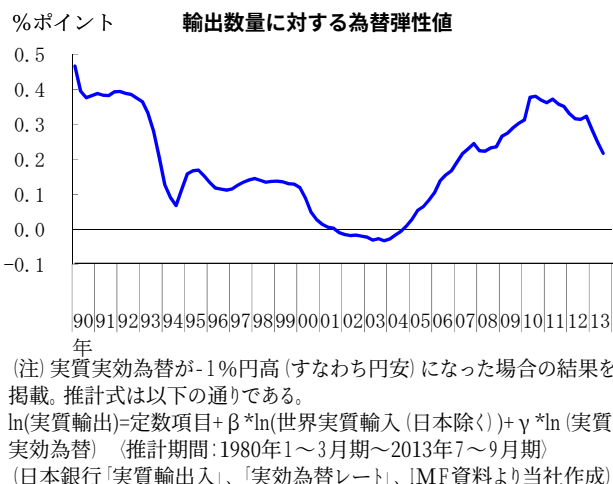
今後を展望するうえで、まずカギを握るのは輸出の動向である。2013年10～12月期の実質輸出は前期比+0.4%と再び増加に転じたものの、小幅な伸びにとどまった。2012年末以降、円高の修正が大幅に進んだ割には実質輸出の改善ペースは鈍いものとなっている。この背景には、海外需要が一時的に伸び悩んだという循環的な要因があるとみられる一方、企業の海外生産の増加などを受けて為替レートの減価による輸出数量の押し上げ効果(=為替弾性値)が足元で弱まっているという構造的な要因もあると考えられる(図表2、3)。ここ数年の円高への対応などで、国内企業の一部は生産拠点を海外へシフトさせてきた。これにより、円高への耐性が増した半面、円安でも輸出数量が伸びにくくなっている可能性が指摘できる。

こうした状況を踏まえつつ、今後の輸出を展望すると、まず需要要因では、海外経済が順調に回復を続ける見通しである。すなわち、米国経済が個人消費をけん引役として緩やかながらも着実に回復するとみられる。また、ユーロ圏経済も最悪期を脱しており、徐々に上向いていくだろう。加えて、中国経済も内外需の支えにより、7%台半ばの安定的な成長を維持する見込みである。こうした海外需要の回復などに支えられ、この先も輸出は増加を続けると予想される。他方、為替要因をみると、日本銀行が大胆な金融緩和を維持する一方で、F R B(米連邦準備理事会)が量的金融緩和第3弾(Q E 3)の縮小に着手しており、日米の金融政策の方向性が明らかに違うことが、根強い円安・ドル高要因として働き、輸出をサポートしよう。ただ、上述のように為替弾性値が低下傾向にあるとみられることを踏まえると、輸出の増加ペースは当社の想定よりも緩やかなものにとどまる可能性がある点には注意を要する。

図表2 輸出の改善ペースは緩やか



図表3 為替弾性値は足元で低下傾向

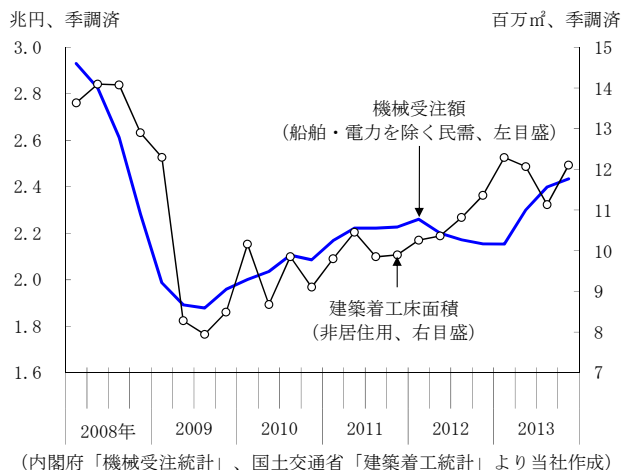


(キャッシュフローの改善や実質金利の低下に支えられて設備投資は増加基調で推移)

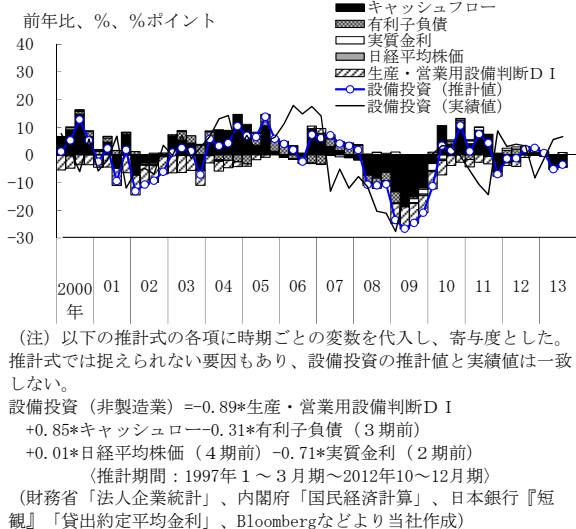
次に企業の設備投資をみると、2013年10～12月期の実質設備投資は企業業績の改善などを背景に前期比+1.3%と3四半期連続で増加した。また、設備投資の先行指標も持ち直しの動きを強めている。例えば、機械投資の先行指標である機械受注額(船舶・電力を除く民需)をみると、2013年10～12月期は前期比+1.5%と3四半期連続で増加した(図表4)。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積(非居住用)も2013年10～12月期は同+8.7%と3四半期ぶりに増加した。こうした指標の動きは、当面、設備投資が増加基調で推移する可能性が高いことを示唆している。

ここで、製造業、非製造業ごとに過去の設備投資伸び率（前年比）を、キャッシュフロー要因、負債要因、実質金利要因などに分解すると、キャッシュフローの増加は特に非製造業の設備投資に大きな影響を及ぼすことがわかる（図表5）。高齢化に伴う消費行動の変化や耐震化などへの対応ニーズが強まるなか、キャッシュフローの改善が後押しとなり、この先も非製造業の設備投資は増加を続けると予想される。一方、製造業の設備投資は、キャッシュフローのほか、実質金利（名目金利－インフレ率）の影響を強く受けることが確認できる（図表6）。足元では、物価が上向くなか、長期金利が低位で安定しているため、実質金利は低下を続けている（図表7）。当社では、実質金利（前年差）の低下の2四半期後に製造業の設備投資（前年比）が盛り上がっていくとの試算を得ている。実質金利が大きく低下したのが、2013年4～6月期以降であることを踏まえると、2013年10～12月期からその効果が顕在化し、2014年度入り後も設備投資を押し上げると予想される。

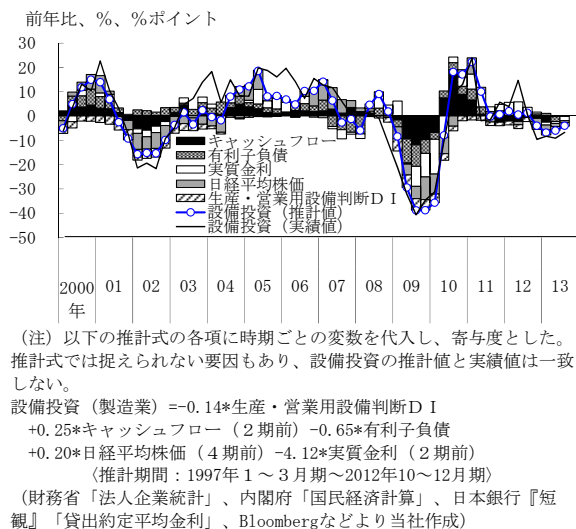
図表4 設備投資の先行指標が改善



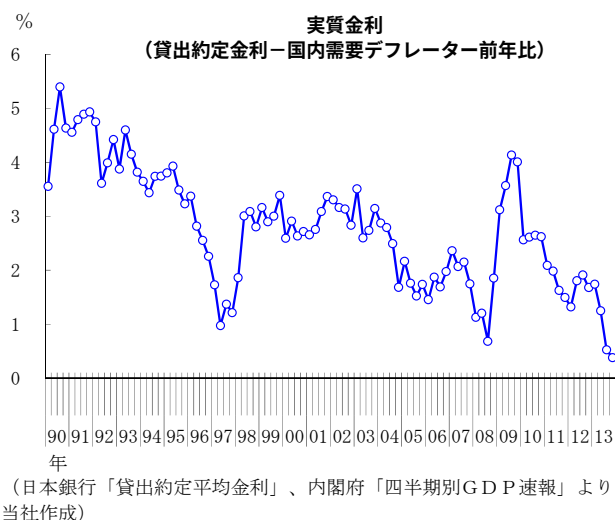
図表5 非製造業設備投資の寄与度分解



図表6 製造業設備投資の寄与度分解



図表7 2013年度入り後実質金利が低下



（雇用・所得情勢が改善傾向で推移）

一方、雇用・所得情勢をみると、2013年10～12月期の雇用者報酬（雇用者数×1人あたり名目賃金）は前期比+0.7%と4四半期連続で増加した。1人あたり名目賃金が上向くなか、2013年10～12月期の雇用者数が前期比+0.2%と増加したため、雇用者報酬も改善の動きを維持した（図表8）。

この先を展望する上でカギとなるのは所得の動向である。所得に大きな影響を与える労働需給は今後も生産活動の改善などを背景に引き締まっていく可能性が高い。労働市場の需給引き締めなどを映じて、基本給にも上昇圧力が生じよう。加えて、安倍政権が産業界に向けて異例の賃上げ要請を行っていることなどもこの動きをサポートすると考えられる。労務行政研究所が発表した「2014年賃上げ等に関するアンケート調査」をみると、2014年の賃上げ率の見通し^{（注1）}は2.07%と前年実績^{（注2）}を大きく上回っている（図表9）。なお、ベースアップを実施する予定と回答した経営者の割合も16.1%と前年調査（6.3%）から大きく上昇した。依然としてベア実施企業の割合は低水準であるものの、リーマン・ショック以降では、最も高い数値となっており、ベア実施に対する企業側のスタンスが軟化していることが確認できる。

（注1）全回答者（労働側、経営者側、専門家）の平均値。

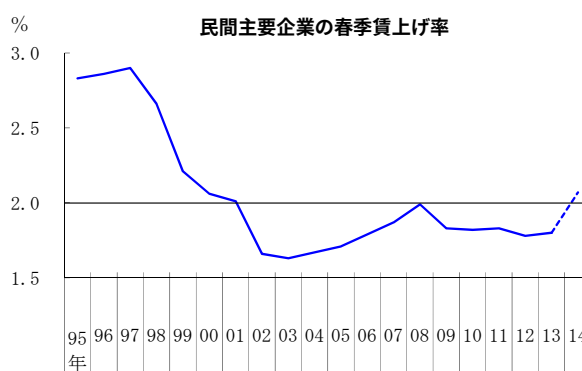
（注2）厚生労働省「平成25年民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」の結果。

図表8 雇用者数の増加が続く



（総務省「労働力調査」）

図表9 2014年の賃上げ率は前年を大きく上回る見込み



（注）2014年はアンケート調査による見通し。

（厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「賃上げ等に関するアンケート調査」より当社作成）

（予測期間中に2度の駆け込み需要と反動減が発生）

2013年10～12月期の実質個人消費は前期比+0.5%と駆け込み需要の発生などを受けて、7～9月期から増勢が強まった。

この先も駆け込み需要とその反動減が個人消費に大きな影響を及ぼす見込みである。まず、足元の状況を確認すると、乗用車販売に駆け込み購入の動きがみられる。2013年10～12月期の新車販売台数（当社による季調値）は前期比+13.9%と高めの伸びとなり、さらに2014年1月も前月比+3.6%と増加した（図表10）。また、エアコンや冷蔵庫などの家庭用電気製品の販売も大きく伸びている模様である。さらに、消費税率引き上げが近づくにつれて、衣料品やたばこなど耐久財以外の財にも駆け込み需要が発生しよう。当社の試算では、こうした駆け込み需要の発生により、2013年度の個人消費が約2兆円押し上げられる一方、2014年度には同程度の下押し圧力が発生すると見込んでいる。

さらに2015年度の個人消費も10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）を前に7～9月期に盛り上がり、その後10～12月期に一時落ち込む見通しである。当社では、駆け込み需要とその反動減の規模を約1兆円と試算している^{（注）}

（図表11）。もっとも、2014年4月の消費税率引き上げを前に耐久消費財の買い替え需要などがかなりの程度顕在化すると見込まれることから、2015年度の駆け込み需要とその反動減の規模は相対的に小さくなると予想され、景気への影響は軽微にとどまる見通しである。

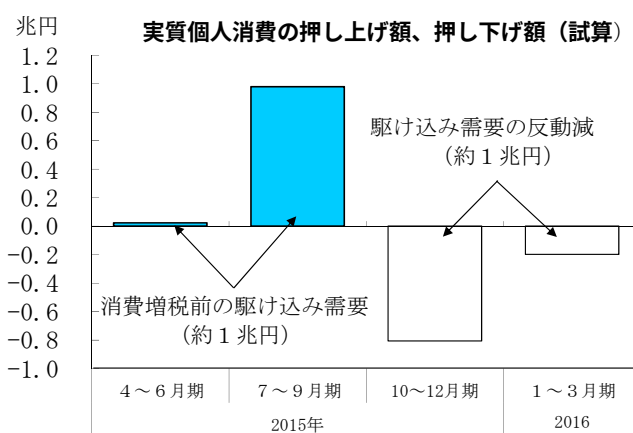
（注）2013年12月12日に自民党、公明党が発表した「平成26年度税制改正大綱」には、消費税率10%時に軽減税率を導入するとの旨が記載された。このため、当社予測では、2015年10月以降、食料品に対して軽減税率が適用されるとの前提を置いたうえで駆け込み需要とその反動減の試算を行った。

図表10 新車販売が好調に推移



（日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料より当社作成）

図表11 2015年度上期には約1兆円の駆け込み需要が発生



（注）消費増税がなかった場合の水準とのかい離幅を示した。
（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

（実質経済成長率は2014年度が+0.7%、2015年度が+1.3%と予測）

以上を踏まえた上で今後のわが国経済を展望すると、2014年1～3月期には、耐久財消費を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格的に発生し、個人消費が大幅に増加すると見込まれる。また、輸出も海外経済の持ち直しなどを背景に増加が続き、これを受けて企業マインドや企業業績の改善も進むことから、設備投資も増加基調で推移しよう。このため、成長率は再び高まる可能性が高い。2013年度通年の実質GDP成長率を+2.3%と予測した。

2014年度に入ると、4～6月期には消費税率引き上げ（5%→8%）に伴う駆け込み需要の反動減で個人消費などが落ち込むため、景気は一時的に弱い動きになる。しかし、安倍内閣が2013年10月に閣議決定した総額6兆円の「経済政策パッケージ」^{（注1）}の効果発現で景気の腰折れは回避され、7～9月期にはわが国経済は回復軌道に復帰する見込みである（図表12）。加えて、輸出も海外経済の回復や日米の金融政策スタンスの差に起因する緩やかな円安に支えられて増加を続け、年度を通じて景気を支える見込みである。また、輸出の増加を背景とした生産活動の改善を受けて、設備投資や雇用・所得情勢も回復基調で推移すると考えられる。こうした雇用・所得情勢の回復により、基調としての個人消費も緩やかに増加しよう。2014年度の実質GDP成長率を+0.7%と予測した（図表13）。

続く2015年度もわが国景気は回復基調を維持しよう。まず、家計部門では、個人消費が2015年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）を前に7～

9月期に盛り上がり、その後10～12月期にいったん落ち込むものの、雇用・所得情勢の改善を背景に基調としては底堅く推移する見通しである。一方、住宅投資は、消費税率引き上げ前後で振れがでるものの、基調としては主な取得層である30～44歳の人口減少といった構造的な要因により減少が続く見通しである。他方、企業部門では、海外景気の回復を受けて輸出の増加が続く見通しである。当社では、2015年の米国の経済成長率を+2.9%、ユーロ圏の経済成長率を+1.3%と前年から成長率が高まると予想している。また、中国経済も引き続き7%台の安定的な成長を維持する見込みである。こうした輸出の増加を背景に企業業績の改善も進み、企業の設備投資も堅調に推移するとみられる。2015年度の実質GDP成長率を+1.3%と予測した^(注2)。

(注1) 当社では、「経済政策パッケージ」に含まれる諸施策の実施により、2014年度の実質GDP成長率は0.6%ポイント程度押し上げられると試算している。

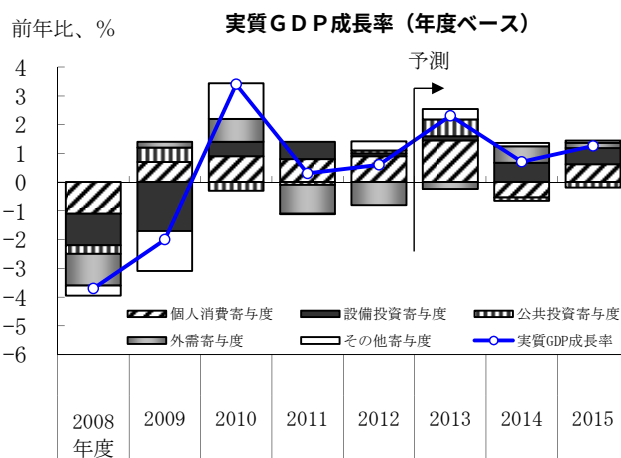
(注2) 今回予測では、2015年度も政府が消費税率引き上げ(8%→10%)後の景気の下振れリスクを低下させることなどを目的として公共事業を中心とした約1兆円規模の景気対策を実施すると想定した。当社では、同対策の効果で2015年度の実質GDP成長率が0.2%ポイント程度押し上げられると試算している。

図表12 経済政策パッケージの概要

	実施規模
経済対策	
◎競争力強化策	1.4兆円
・競争力強化のための投資促進、イノベーション創出等	
・エネルギーコスト対策	
・2020年オリンピック・パラリンピック東京大会開催を契機とした都市インフラ整備等 など	
◎女性・若者・高齢者・障害者向け施策	0.3兆円
・女性の活躍促進、子育て支援・少子化対策	
・若者の活躍促進、雇用対策 など	
◎復興、防災・安全対策の加速	3.1兆円
・東日本大震災の被災地の復旧・復興	
・国土強靱化、防災・減災の取組や社会資本の老朽化対策の加速、原子力事故対応・原子力防災対策等の充実等 など	
◎低所得者、子育て世帯への現金給付など	0.6兆円
・簡素な給付措置(臨時福祉給付金(仮称))	
・子育て世帯に対する臨時特別給付措置 など	
合計	約5.5兆円
減税措置	
◎設備投資を促す法人税減税	0.7兆円
◎賃上げ企業に対する減税	0.2兆円
◎住宅ローン減税の拡充	0.1兆円
合計	約1兆円

(内閣府「好循環実現のための経済対策」、各種報道資料などより当社作成)

図表13 実質GDPは2014年度が前年比+0.7%、15年度が同+1.3%と予測



(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

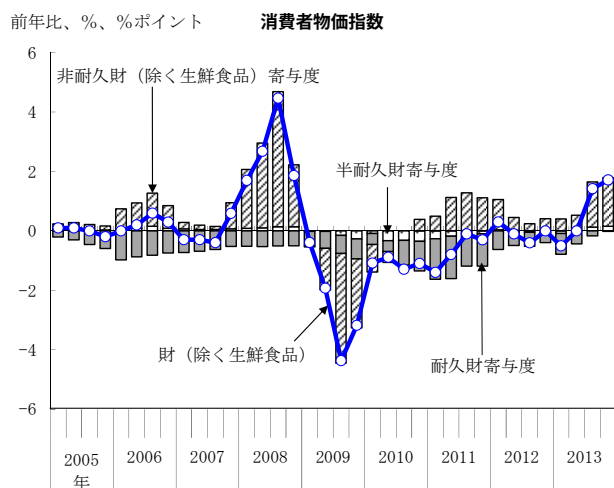
(需給ギャップの縮小などを反映して予測期間中の消費者物価は緩やかな上昇が続く)

なお消費者物価に関しては緩やかな上昇が続くと見込んでいる。2013年12月の消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下コアCPI）は前年比+1.3%と2か月連続で1%を上回った。引き続き電気代やガソリンなどエネルギー関連が物価を押し上げた。ただ、これまでCPI押し下げの常連だったテレビやパソコンなどの耐久財価格が前年比でプラスに転じるなど物価上昇の品目に広がりが見られる点は明るい材料である（図表14）。当面、こうした傾向は続く見込みであり、2014年1～3月期も前年比で1%を超えるコアCPIの上昇が続こう。

その先についても、①需給ギャップ^(注)が着実に縮小し、②期待インフレ率も上向きの動きを維持するとみられるため、緩やかにCPIは上昇すると見込まれる（図表15）。ただ、円安の進行スピードが緩やかになることを受けて、2014年度にはエネルギー価格の上昇テンポも鈍化する点には注意を要しよう。こうした姿を数値で表現すると、コアCPI上昇率は2014年度に前年比+1.0%（消費税率引き上げの影響を除くベース）、2015年度には同+1.3%（同）となる見込みである。

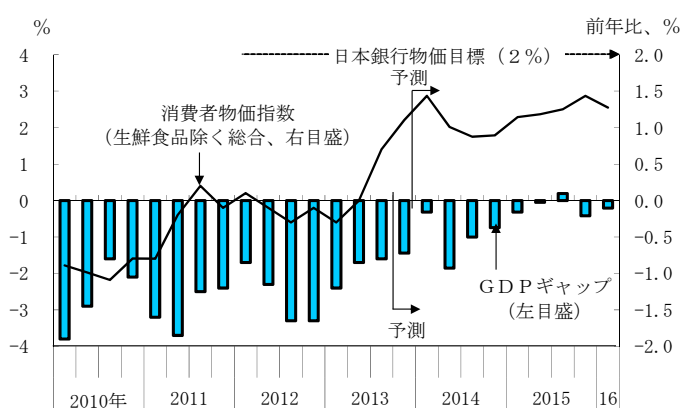
（注）日本経済の総需要（実際のGDP）と総供給（潜在GDP）の差を示す。総需要が総供給を下回る（＝需給ギャップがマイナスとなる）場合、財やサービスの価格が下がりやすくなる。

図表14 耐久財のマイナス寄与がほぼが解消



（総務省「消費者物価指数」）

図表15 コアCPIは需給ギャップの縮小を受けて緩やかに上昇



（注）GDPギャップ＝（実際の実質GDP－潜在GDP）／潜在GDP
GDPギャップは2013年7～9月期までが内閣府発表の数値。
2014、2015年度の消費者物価指数は消費増税の影響を除いたもの。
（総務省「消費者物価指数」、内閣府資料より当社作成）

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

① 米国経済

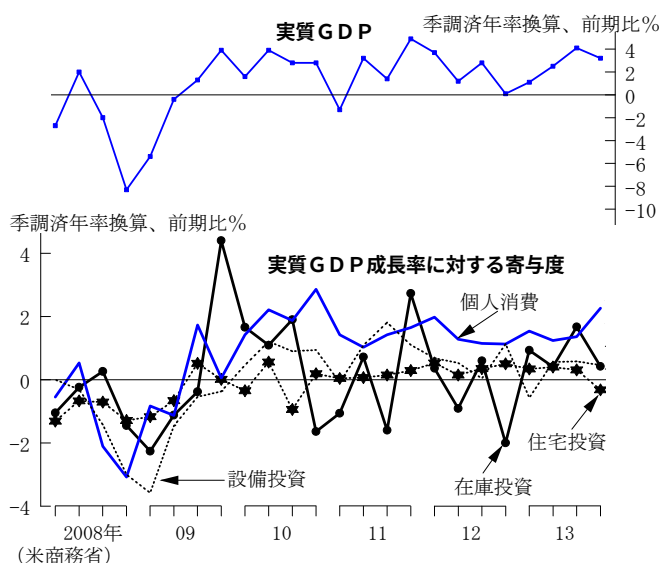
(米国景気は個人消費を中心に堅調推移)

米国の2013年10～12月期の実質GDP（国内総生産、速報値）は前期比年率+3.2%と、11四半期連続のプラス成長となった（図表16）。7～9月期の同+4.1%からは減速したものの、前期に急増した在庫投資の影響を除けば同+2.8%と、むしろ7～9月期（同+2.4%）から成長率が高まっており、米国経済の堅調さを示す内容だったと言えよう。

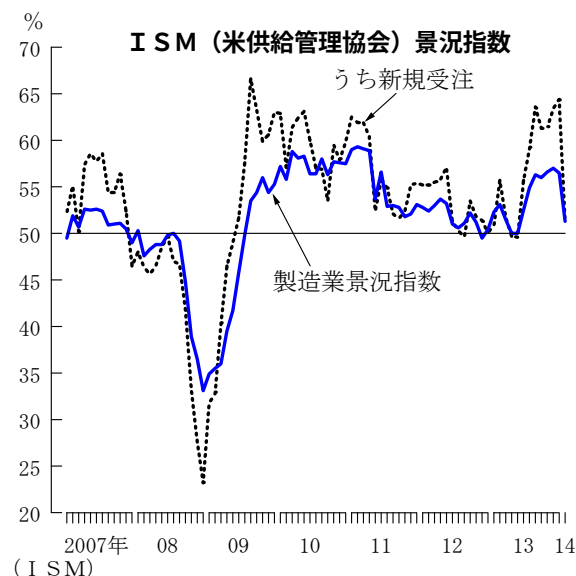
需要項目別にみると、2013年10～12月期の個人消費は前期比年率+3.3%と7～9月期（同+2.0%）から加速し、2010年10～12月期以来、3年ぶりの高い伸びとなった。雇用・所得情勢の緩やかな改善に加えて、株価の上昇による資産効果などが個人消費を押し上げた。財別には、自動車や家具などの耐久財消費が同+5.9%（前期は同+7.9%）と高い伸びを維持し、また食料品や衣料品など非耐久財消費が同+4.4%（前期は同+2.9%）、住宅関連などのサービス消費が同+2.5%（前期は同+0.7%）といずれも伸びが高まった。加えて、企業の設備投資は同+3.8%（前期は同+4.8%）と3四半期連続で増加した。内訳をみると、構築物への投資が同-1.2%と減少に転じたものの、機械類への投資が同+6.9%と大幅に増加した。その一方で、住宅投資は同-9.8%と13四半期ぶりに減少した。住宅ローンの金利の上昇や、寒波による住宅建設の遅れなどが影響したとみられる。また、政府支出も10月上旬の連邦政府機関の一部閉鎖の影響などで同-4.9%と再び減少した。外需では、輸出が同+11.4%と2010年10～12月期以来の2桁増となる一方で、輸入が同+0.9%と小幅な伸びにとどまったため、純輸出（輸出－輸入）のGDP成長率に対する寄与度は同+1.3%ポイント（前期は同+0.1%ポイント）と大幅なプラス寄与となった。

年明け以降は、大寒波の影響によって一時的に経済活動が抑制されたとみられる。まず企業部門では、1月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数が51.3と前月の56.5から急低下した（図表17）。内訳をみると、新規受注指数が前月の64.4から51.2へ落ち込み、全体を押し下げたほか、雇用指数（55.8→52.3）も低下した。また、1月の鉱工業生産指数は前月比-0.3%と6か月ぶりの低下に転じた。寒波の影響で電力など公益事業の生産が同+4.1%と大幅に増加したものの、製造業の生産が

図表16 13年10～12月期も高めの成長



図表17 製造業の業況改善が鈍化



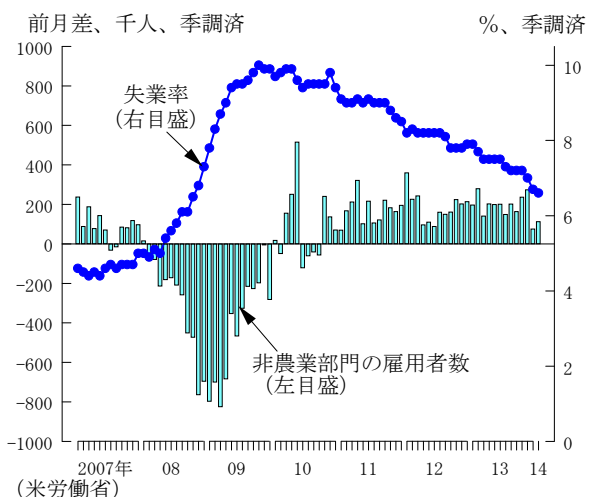
自動車・同部品の減産（同-5.0%）などを受けて同-0.8%と大幅に落ち込んだ。

家計部門では、1月の小売売上高が前月比-0.4%と2か月連続で減少した。項目別にみると、自動車・同部品（同-2.1%）や衣料品（同-0.9%）などで大幅に落ち込んでおり、寒波や降雪の影響で自動車のショールームや小売店への客足が遠のいたことがうかがえる。雇用面では、1月の非農業部門雇用者数が前月比11.3万人増と、前月（同7.5万人増）に続いて緩やかな増加となった（図表18）。業種別には、建設業の雇用者数が増加に転じ、また製造業の増加幅が拡大したものの、前月に大きく増加した小売業が減少に転じ、政府部門の雇用者数も2か月連続の減少となった。一方、失業率は6.6%と前月（6.7%）から小幅低下した。1月は労働参加率が上昇（62.8%→63.0%）に転じるなかで失業率が低下しており、失業率低下の主因が労働市場からの退出ではなく雇用の増加であった点は評価できよう。また、1月の消費者信頼感指数は80.7と前月の77.5から上昇し、2013年8月以来の高水準となった。内訳をみると、現況指数が3か月連続で前月を上回り、今後6か月の期待指数も2か月連続で上昇している。

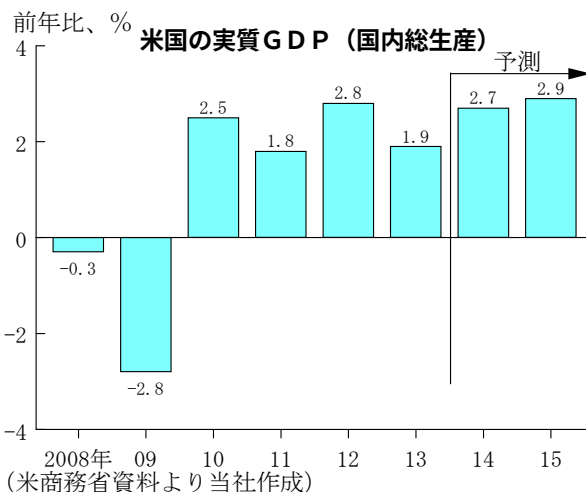
こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、2014年1～3月期は大寒波の影響などにより、景気の回復テンポが一時的に鈍化しよう。しかし4～6月期以降は、個人消費などの民間需要がけん引役となり、経済成長率が再び高まると見込まれる。すなわち、家計のバランスシート調整（過剰な債務の圧縮）が進展し、債務返済という重荷が次第に軽くなるなかで、今後も個人消費は雇用情勢の改善に支えられて堅調に推移すると予想される。また、住宅投資に関しては、住宅ローン金利の上昇という懸念材料はあるものの、FRB（米連邦準備理事会）が超低金利政策を当面続けるなかでローン金利の一段の上昇は回避されるとみられることから、緩やかに増加すると見込まれる。一方、資本財受注が底堅く推移していることもあり、設備投資は企業マインドの改善に支えられて増加基調を維持すると見込まれる。ただ、その半面、財政緊縮を受けて政府支出の減少基調が続くと見込まれ、この点が成長率を下押ししよう。以上を総合した上で、2014年の実質GDP成長率を+2.7%、2015年の成長率を+2.9%と予測した（図表19）。

なお、米国の金融政策については、FRBが2013年12月のFOMC（公開市場委員会）で量的金融緩和第3弾（QE3）による証券購入規模の縮小に踏み切った。さらに1月29日のFOMCで、市場の予想通り、2月から証券購入の規模を追加で100億ドル減額すること（月額750億ドル→同650億ドル）を決めた。その一方で、

図表18 雇用情勢は緩やかに改善



図表19 先行き成長率はやや加速



F O M C 声明では、「インフレが長期目標の 2 % を下回る状態が続くなら、失業率が 6.5 % を下回った後も相当の期間、政策金利を現行水準で維持することが適切」という、ゼロ金利政策に対するフォワード・ガイダンス（方針）を維持した。ただ、失業率は既に 1 月時点で 6.6 % と目標の 6.5 % に迫っている。このため、今後フォワード・ガイダンスの強化策として、労働参加率の水準などが付け加わる可能性も十分にある。イエレン F R B 新議長は、2 月 11 日の議会証言で、経済成長は上向いてきているものの「労働市場の完全な回復達成には程遠い状態だ」と指摘し、現行の緩和的な金融政策を維持する姿勢を強調した。こうした点も勘案すると、米国の超低金利政策が解除されるのは早くても 2015 年後半になると見込まれる。

②ユーロ圏経済

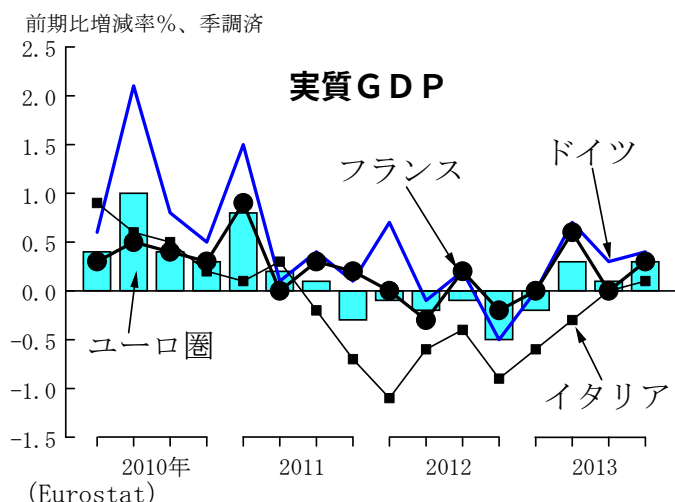
（ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く）

ユーロ圏の 2013 年 10～12 月期の実質 G D P（域内総生産、速報値）は前期比 +0.3 % と、7～9 月期（同 +0.1 %）に比べて伸びがやや高まり、3 四半期連続のプラス成長となった（図表 20）。国別にみると、ドイツが前期比 +0.4 % と 7～9 月期（同 +0.3 %）から伸びを高め、またフランスも同 +0.3 % と再びプラス成長に転じるなど、中核国がユーロ圏の景気回復をけん引した。一方、南欧諸国ではイタリアが同 +0.1 % と 10 四半期ぶりのプラス成長、スペインが同 +0.3 % と 2 期連続のプラス成長、ポルトガルも同 +0.5 % と 3 期連続のプラス成長となった。

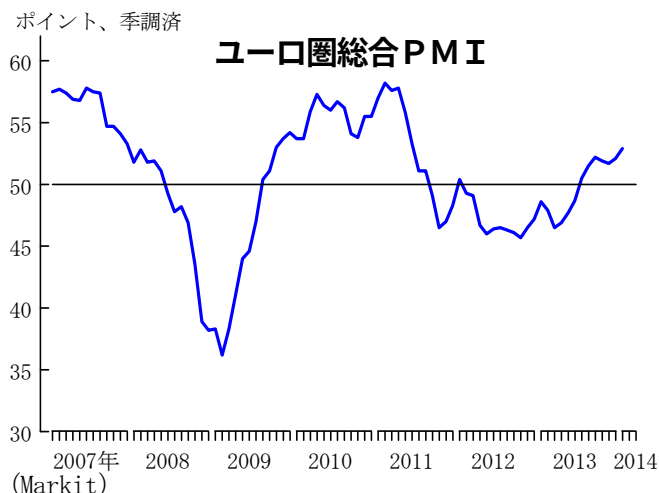
月次の経済指標をみると、まず企業部門では、2013 年 12 月のユーロ圏鉱工業生産指数が前月比 -0.7 % と再び低下した。ただ、四半期ベースでは、10～12 月期の鉱工業生産指数が前期比 +0.3 % と上昇に転じており、企業の生産活動は改善基調にある。財別には、エネルギー（前期比 -1.7 %）や耐久消費財（同 -1.2 %）の生産が減少する一方で、中間財（同 +1.1 %）や資本財（同 +0.4 %）などが増加した。また、年明け 1 月のユーロ圏総合 P M I（購買担当者景気指数）は 52.9 と前月の 52.1 から上昇し、2011 年 6 月以来の高水準となった（図表 21）。特に製造業（12 月：52.7→1 月：54.0）のマインド改善が目立つ。

一方、家計部門では、12 月のユーロ圏実質小売上高が前月比 -1.6 % とドイツやスペインなどの落ち込みによって再び減少に転じ、この結果、10～12 月期の小売上高は前期比 -0.7 % と弱含んだ。また 12 月のユーロ圏の失業率は前月と同じ 12.0 %

図表 20 ユーロ圏は 3 期連続のプラス成長



図表 21 企業の景況感は改善傾向

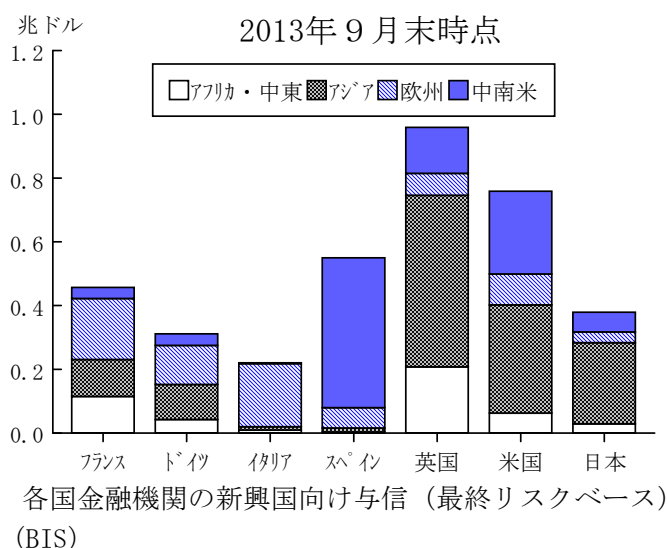


と、過去最悪の水準（9月の12.1%）からは脱したものの、依然高水準が続いている。ただ、2014年1月のユーロ圏消費者信頼感指数は-11.7と1990年以降の長期平均値（-13.3）を約2年半ぶりに上回っており、消費者心理は改善基調にある。

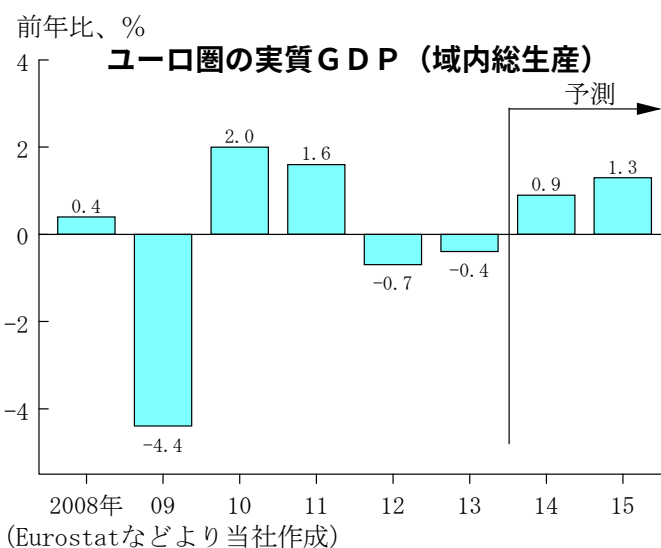
次に金融面をみると、欧州中央銀行（ECB）は2月6日の定例理事会で政策金利（リファイナンス金利）を過去最低の年0.25%に据え置くことを決めた。ただ、ドラギECB総裁は理事会後の記者会見でユーロ圏景気の回復が依然ぜい弱であることを指摘し、そのうえで「今後も高水準の金融緩和を維持し、必要に応じ一段の断固とした行動をとっていく強い決意がある」と表明した。実際、1月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+0.7%と前月の同+0.8%から伸びが鈍化し、ECBが目安とする2%弱の水準を12か月連続で下回っている。また、年明け後にアルゼンチンやトルコなど新興国の金融市場が不安定になっていることも気付きである。スペインをはじめ欧州の金融機関は中南米や欧州新興国との金融面での結びつきが相対的に強く、そのため市場の思惑で信用不安が波及するリスクがある（図表22）。こうした点を勘案すると、ECBの超低金利政策は長期化する可能性が高く、また場合によってはECBが先行き追加の金融緩和に踏み切る可能性もあるといえよう。

こうした状況を踏まえてユーロ圏経済の先行きを展望すると、今後も緩やかな回復基調が続くと見込まれる。すなわち、家計部門では、消費マインドの改善などを背景に個人消費が底堅く推移しよう。ただ、失業率の高止まりが示すように雇用情勢は依然として厳しく、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。一方、企業部門では、米国を中心とする世界景気の影響を受けて、輸出が緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。また輸出の回復に伴って、徐々に企業の設備投資も上向いてくると予想される。ただ、設備稼働率の水準が依然として低い点などを踏まえると、設備投資の回復テンポも緩慢なものとなろう。なお、政府部門では、欧州連合（EU）の経済政策の軸足が緊縮から成長へと移行したことを受けて、財政支出の抑制などによる景気の下押し圧力が弱まると見込まれる。以上を総合した上で、ユーロ圏の実質GDP成長率は2014年が+0.9%、2015年が+1.3%になると予測した（図表23）。

図表22 各国の新興国向け与信



図表23 2014年は3年ぶりのプラス成長へ



③中国経済

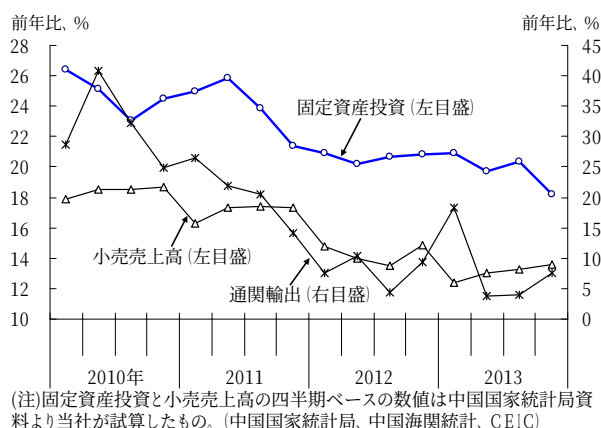
(2014年の成長率を+7.5%、2015年を+7.4%と予測)

2013年10～12月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.7%と、前期（同+7.8%）に比べて成長率がやや鈍化した。10～12月期の小売売上高が同+13.6%（前期は同+13.3%）と3期連続で伸び率が拡大しており、個人消費は自動車や家電関連など耐久財消費を中心に堅調に推移している（図表24）。また、同期の通関輸出も同+7.5%と欧米向けの持ち直しなどから前期の伸び（同+3.9%）を上回った。その一方で、10～12月期の固定資産投資が同+18.2%と前期（同+20.3%）に比べて増勢が弱まっており、この点が成長率を下押しした。固定資産投資の内訳をみると、製造業の設備投資が減速したほか、公共インフラ投資も伸びが鈍化した。

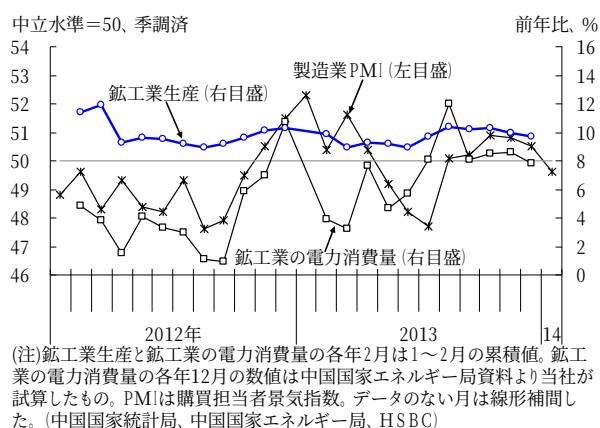
直近の月次指標も景気回復のテンポが緩やかに鈍化していることを示唆している。2013年12月の鉱工業生産は前年比+9.7%（前月は同+10.0%）と2か月連続で伸びが鈍った（図表25）。また、同月の鉱工業の電力消費量も同+7.9%と前月の伸び（同+8.6%）を下回った。さらに、2014年1月の製造業PMI（購買担当者景気指数、HSBC発表）が49.5と、3か月連続で低下し、中立水準の50を6か月ぶりに下回った。製造業の景況感は足元で弱含んでいる。

物価動向をみると、2014年1月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.5%と、前月と同じ伸び率となった（図表26）。内訳をみると、食品価格の伸び率が3か月連続で鈍化しており、この点がCPIの安定につながっている。一方、2013年12月の主要70都市の新築住宅平均価格は前年比+9.9%（前月も同+9.9%）と伸びが横ばいで推移している。ただ、2013年10月以降、各地方政府が相次いで不動産取引の引き締め強化策を打ち出したこともあり、北京や広州など一部の都市では住宅価格の上昇率が高水準ながらもやや鈍化する動きがみられる。

図表24 消費と輸出が回復基調



図表25 製造業PMIが50以下に低下



一方、中国政府の政策運営をみると、習近平指導部は経済構造の「質」を重視した改革を進めている。すなわち、従来の投資主導型の経済成長から脱却し、個人消費主導の安定的な経済成長への転換を目指している。2013年11月に開催された中国共産党の第18期中央委員会第3回全体会議（3中全会）では、「経済体制改革の全面的な深化に重点を置くこと」と「資源配置における決定的な役割を市場に果たさせること」が強調された。また、2014年の経済運営の方針を定める「中央経済工作会议」が2013年12月に開かれ、2014年が「改革の全面的な深化の元年」と位置づけられたほか、地方政府の債務リスク抑制や過剰設備の解消など構造改革の主要目標が決定された。そのため、2014年以降も政府は経済構造改革を推進する政策を優先していくものとみられる。

中国経済はシャドーバンキング（影の銀行）の急拡大や製造業の過剰設備など多くの構造問題を抱えており、今後、改革を本格化するなかで、政府の政策によって経済成長が大幅に高まる展開は見込みにくい状況である。すなわち、2013年12月の「中央経済工作会议」では2014年の経済成長率目標について「後遺症のないスピードの成長^{（注）}」が強調されており、今後は財政出動による大規模な景気の下入れが期待しにくい。一方、金融政策に関しては、先行きの経済成長率が高まりにくいなかで、消費者物価も総じて落ち着いた動きになると予想され、中国人民銀行（中央銀行）は当面政策金利などを据え置こう。もっとも、金融当局は国内の信用バブルに拍車をかけているシャドーバンキングの急拡大などを抑制する公算が大きく、今後もオペ（公開市場操作）などにより市場への資金供給を絞る動きが続くと考えられる。

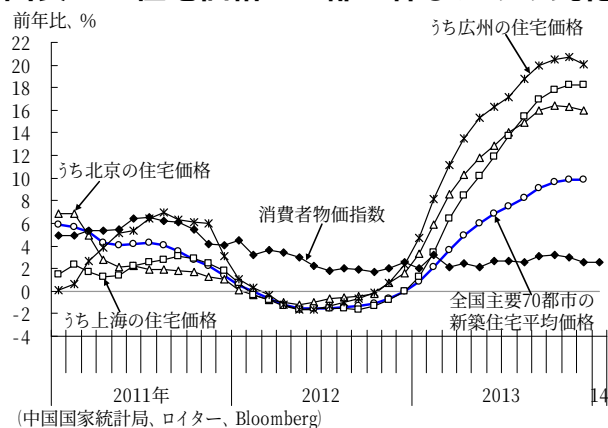
こうしたなかで、中国経済の先行きを展望すると、2014年までは堅調な個人消費や固定資産投資に支えられて、成長率が7%台半ばで安定的に推移すると予想される（図表27）。すなわち、まず、個人消費は今後も堅調に推移する見込みである。戸籍制度改革の加速など消費拡大に寄与する政策や企業の賃金引き上げが進むなか、家計の購買意欲は耐久財消費などを中心に旺盛な状況が続くと予想される。一方、固定資産投資についても安定的に推移すると見込まれる。シャドーバンキングの規制強化や地方政府の債務抑制などが固定資産投資の伸びをやや抑えると予想されるが、「新型都市化」の推進に伴う都市インフラの整備が進むことなどが、固定資産投資を下支えすると考えられる。他方、2014年後半以降になると、欧米を中心に海外景気の回復テンポが増してくるとみられるため、輸出全体も徐々に上向く。

2015年に入ると、消費マインドの改善などを背景に個人消費は堅調な動きが続くほか、先進国経済の回復を受けて輸出も緩やかな増加基調で推移すると見込まれる。ただその一方で、政府が経済構造改革を一段と進めるなか、固定資産投資は不動産投資や地方政府のインフラ投資などを中心に伸び率がさらに鈍化し、この点が成長率をやや押し下げると考えられる。

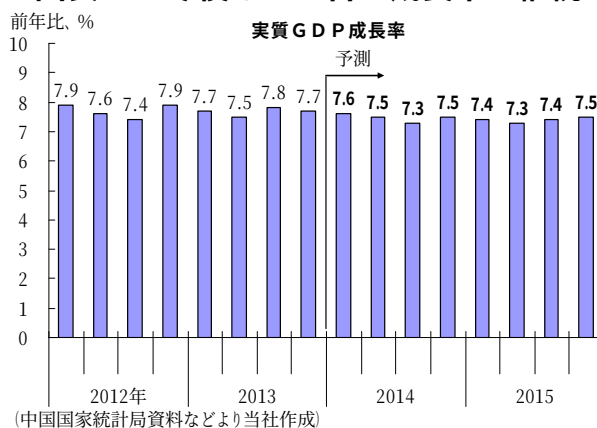
以上より中国の実質GDP成長率は2014年が+7.5%、2015年が+7.4%になると予測した。

（注）中国政府は2008年の世界的な金融危機を受けて総額4兆元（約69兆円）の景気対策を打ち出した。これにより、中国が世界に先駆けて景気の停滞局面から脱出したものの、その後は住宅価格の急騰や製造業の過剰設備、シャドーバンキングの急拡大、地方政府の債務拡大、環境汚染の悪化など、経済の歪み（後遺症）が顕在化してきたと指摘されている。これらの問題への反省などから、習近平指導部は今後の経済成長について「合理的な成長率を維持すること」や「質と効率を向上させること」を目指している。

図表26 住宅価格は一部で伸びがやや鈍化



図表27 今後も7%台の成長率が継続



図表28 2014年度・2015年度のわが国経済の見通し（2014年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2012年度	2013年度			2014年度			2015年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	83.1	100.2	98.8	101.5	105.8	104.5	107.0	109.3	108.5	110.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	107.0	134.1	130.0	138.3	143.5	142.5	144.5	146.8	145.5	148.0
米国実質GDP（暦年）	2.8	1.9	[1.2]	[3.5]	2.7	[2.4]	[2.6]	2.9	[2.9]	[3.0]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	▲ 0.6	▲ 0.4	[▲ 0.6]	[0.8]	0.9	[0.9]	[1.0]	1.3	[1.3]	[1.4]
中国実質GDP（暦年）	7.7	7.7	7.6	7.8	7.5	7.6	7.4	7.4	7.4	7.5

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2012年度	2013年度			2014年度			2015年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	0.6	2.3	[1.7]	[1.0]	0.7	[▲ 0.4]	[1.1]	1.3	[0.8]	[▲ 0.2]
個人消費	1.5	2.4	[1.3]	[1.7]	▲ 0.9	[▲ 2.1]	[0.8]	1.1	[1.1]	[▲ 0.7]
住宅投資	5.3	8.1	[3.4]	[4.7]	▲ 9.0	[▲ 8.9]	[▲ 4.5]	▲ 1.5	[2.1]	[▲ 2.6]
設備投資	0.7	1.1	[0.7]	[2.6]	5.2	[2.6]	[2.6]	4.2	[2.2]	[1.1]
政府消費	1.5	2.1	[1.1]	[0.7]	1.0	[0.4]	[0.4]	0.7	[0.4]	[0.4]
公共投資	1.3	14.8	[12.4]	[2.6]	▲ 2.6	[▲ 0.9]	[▲ 4.2]	▲ 4.5	[▲ 2.3]	[1.6]
輸 出	▲ 1.2	3.4	[4.7]	[0.7]	6.4	[3.7]	[4.2]	3.7	[1.5]	[0.6]
輸 入	3.7	5.5	[3.6]	[5.3]	3.0	[▲ 0.3]	[1.4]	2.9	[2.1]	[0.4]
寄与度										
国内需要	1.4	2.5	[1.5]	[1.7]	0.2	[▲ 1.0]	[0.6]	1.1	[0.9]	[▲ 0.2]
民間需要	1.1	1.5	[0.8]	[1.4]	0.1	[▲ 1.0]	[0.7]	1.1	[0.9]	[▲ 0.2]
公的需要	0.3	1.0	[0.7]	[0.3]	0.1	[0.0]	[▲ 0.1]	▲ 0.1	[0.0]	[0.0]
海外需要	▲ 0.8	▲ 0.2	[0.2]	[▲ 0.6]	0.5	[0.6]	[0.5]	0.2	[▲ 0.1]	[0.1]
名 目 G D P	▲ 0.2	1.9	[1.5]	[1.1]	1.9	[0.6]	[1.4]	1.9	[0.8]	[0.8]
新設住宅着工戸数（万戸）	89.3	99.0	50.0	49.1	86.6	42.7	43.9	86.9	46.4	40.5
（前年比、%）	6.2	10.9	12.7	9.1	▲ 12.5	▲ 14.3	▲ 10.7	0.4	8.6	▲ 7.6
鉱工業生産	▲ 2.9	3.0	[2.6]	[4.1]	2.2	[▲ 0.9]	[2.3]	2.6	[1.2]	[0.5]
国内企業物価	▲ 1.1	1.9	1.4	2.4	4.9	4.8	4.9	3.3	2.3	4.3
消費者物価	▲ 0.2	0.8	0.4	1.3	3.1	3.0	3.1	1.9	1.3	2.5
完全失業率（%）	4.3	3.9	4.0	3.9	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。